

*Mr Милош Јанковић,
Генерални секретаријат савешта министара СЦГ, Београд*

Приватизација и развој финансијског тржишта

Резиме

У раду се анализирају процеси приватизације и развоја финансијског тржишта, при чему се указује на постојање њихове снажне међусобне условљености. Анализа је подељена у два дела. У првом делу анализирају се специфичности примењених модела приватизације и утицај на тржишне капацитете, а у другом истраживања развоја и регулације финансијског тржишта. Аутор закључује да без снажних институција и чврсте регулативе нема успешне приватизације и развоја тржишта хартија од вредности.

Кључне речи: *приватизација, финансијско тржиште, развој и регулација.*

Уводне напомене

Савремени свет карактерише снажан глобални развој финансијских тржишта и приватизације. То се односи како на развијене и транзиционе економије, тако и на неразвијене. Земље етатистичког социјализма, које су берзу сматрале механизмом експлоатације, па чак и Афричке земље које су је се некад одрицале називајући је „проститутком економије“, данас су привучене на „олтар“ приватизације.

У развијеним економијама приватизација је процес преношења управљачког права златне акције са државе на приватне компаније, док је у транзиционим економијама реч о масовнијој својинској трансформацији, уз развој ефикасног корпоративног управљања. Истовремено, финансијска тржишта у развијеним економи-

јама имају дугорочан раст и постепен развој, док транзиционе економије имају нагли развој, инициран акцијама из приватизације. У оба случаја, приватизација тржишту „даје“ финансијски инструмент - акције за његов развој, а финансијско тржиште „уступа“ своју инфраструктуру за промет акција и убрзање приватизације.

У овом раду се задржавамо на питањима дизајнирања приватизације, њеним ефектима на развој тржишта акција и проблемима регулације.

1. Моделирање и ефекти приватизације

Много пре других земаља у транзицији, наша земља је започела приватизацију „дехидратацијом“ друштвеног (јавног) сектора и креирањем тржишта хартија од вредности. *Нормативна основа*, ова два повезана процеса, поставља се 1989. године на савезном нивоу доношењем Закона о предузећима, Закона о тржишту новца и капитала и Закона о друштвеном капиталу (1990.), односно републичког Закона о својинској трансформацији (1997.). Нови концепт приватизације и финансијског тржишта у Србији дефинисан је Законом о приватизацији (2000.), Законом о изменама и допунама Закона о приватизацији (2003.), пратећим законима о Акцијском фонду и Агенцији за приватизацију и више уредби Владе, као и Законом о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (2002.), са више подзаконских аката Комисије за хартије од вредности.

Циљ приватизационог дизајнирања и избор оптималног приватизационог микса везан је за максимизацију благостања економије, уз решавање проблема поделе ризика расподелом акција јавног сектора на више учесника. Реалокација државног портфолија има за циљ диверсификацију државне имовине - акција, по принципу познате изреке да „не треба чувати сва јаја у истој корпи“, при чему је приватизација „корпа“, са гледишта инвеститора, а приходи од приватизације су „нова јаја“, са гледишта државе. Ти приходи - акције могу бити делимично усмеравани у пензиони фонд, излазак на берзу или усмерен у буџет и коришћен за развој или јавну потрошњу.

Приватизација је прошла више различитих *фаза* (стартни оптимизам, ревизија, успоравање, транзициона еуфорија и убрзана приватизација). Приватизација је имала различиту ширину и дубину, уз примену више различитих *модела*: масовна - инсајдерска и продаја - аукција, тендери. При томе су коришћени *механизми* постепене-градуалистичке, али и брзе - шок терапије

А) Модел масовне - инсајдерске приватизације

Овај иницијални модел приватизације, примењен у последњој деценији прошлог века, носио је собом најниже политичке трошкове, јер је инсистирао на *праведности* приватизације, на основу економске процене вредности предузећа и обезбеђивања права прече куповине.¹⁾ Циљ је био да се, на основу *масовне бестипичне* поделе акција, обезбеди несметан укупан процес приватизације - укључу-

јући реалну приватизацију, односно продају ових акција новим власницима- инвеститорима на развијајућем тржишту капитала. *Последица* овог модела приватизације је *велика дисперзија власништва* - на основу законске принуде- у рукама стотина хиљада слабо информисаних акционара. Међутим, дисперзију „радничких акција“ замењује концентрација власништва у рукама једног или мањег броја нових власника - старих менаџера, који обезбеђују контролу управљања предузећем, а акције малих акционара постају „мртв капитал“ (јер нема промета, нити улагања у инвестиционе фондове).

Друштвени надзор над спровођењем укупног процеса приватизације вршило је, на основу Закона о својинској трансформацији, Министарство за приватизацију, које је било надлежно и за надзор над трговином акција на берзи.²⁾

У свим земљама у транзицији, па и у Србији, присутне су бројне *форме кришења* акционарских права, посебно мањинских, у склопу мењања структуре и *концентрације власништва* компанија, од којих наводимо најчешће.

1) Експропријација мањинских акционара одвија се у *разводњавању капитала*, кроз *докапитализацију и ојкују нових емисија* акција од стране већинских власника, чиме се повећава њихов удео у контроли управљања. У САД одавно постоји забрана откупа акција од постојећих акционара уз истовремену допунску емисију. Откуп акција, с једне стране, сведочи о уверености менаџера у вредност и перспективу компаније (сигнални приступ), али, с друге стране, откуп акција, по правилу за рачун кредитних средстава, говори о повећању дуга који смањује трансакционе трошкове (агентски приступ).

2) Следећа форма експропријације у моделу масовне ваучерске приватизације- забележена је у Чешкој, а манифестује се на два начина:

а) Најпре, већински акционари могу „*извлачити*“ *активу* из компаније у циљу *личне користи* преко тзв. повезане трговине (продаја активе по ниским ценама, кредитне гаранције повезаним лицима, превисоке накнаде менаџменту, до отворених крађа и превара).³⁾

1. За потпунију информацију о акционарском праву видети књигу Мирка Васиљевића. *Привредна друштва-домаће и ујоредно право*, Београд, Удружење правника у привреди СРЈ, 1999. године.
2. Чести неспоразуми између Министарства за приватизацију и Комисије за хартије од вредности, као врховног регулатора на младом финансијском тржишту, присутни су у свим земљама транзиције. Комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, полазећи од међународних циљева и принципа регулације тржишта хартија од вредности и својих експертских знања, је „дизала снажан глас“ да се имовина добијена бесплатном поделом акција, недовољно транспарентним путем, не помера ка новим власницима, већ уз учешће професионалних учесника и институција организованог тржишта. Указивано је на парадокс да приватизација ствара подстицаје за гушење финансијског тржишта, које је од пресудне важности, за успех укупне приватизације!
3. Бројни су примери да менаџери- власници купују и користе луксузне аутомобиле, хеликоптере, авионе, виле у иностранству и сл. на рачун средстава компаније. Ипак, несвакидашњи пример забележен је у Русији где је авион компаније превозио само једног путника-вољеног пса председника компаније- на место његовог пребивалишта.

б) Друго, већински акционар може да учествује у трговини на основу *инсајдерских информација*, како би оштетио мањинске акционаре. У САД инсајдерска трговина је законски сурово санкционисана (одузимање тако оствареног профита и затворске казне). Подаци о инсајдерским трансакцијама се редовно публикују у месечном Билтену Комисије за хартије од вредности САД.

Обим и ефекти примењеног модела масовне приватизације код нас показали су, у доброј мери, реалистичност процеса пројектованих законом. Велики број респектабилних компанија успешно је завршио процес приватизације, мада укупно посматрано, остварени резултати су мањи од очекиваних (или још боље речено остварених нпр. у Словенији).

Овај модел приватизације је, дакле, показао велику *ширину* и завидну *дубину*, али не и задовољавајући темпо - брзину својинске трансформације. Са становишта развоја финансијског тржишта овај модел приватизације је далеко супериорнији како у погледу *критичне масе* акција у почетној фази, тако и борбе за преузимање контролног пакета акција преко *тржишног капитала* (добар пример за то је прва трговина акцијама Синтелона из приватизације на Београдској берзи *априла 2000.* године, када је почео развој модерног тржишта капитала у Србији).

Б) Модел продаје предузећа

Овај модел приватизације промовисан, почетком овог века, законима и пратећим уредбама Владе Србије као изразито реформски, имао је за *циљ брзу приватизацију* уз омогућавање инвеститорима да у старту дођу до контролног пакета акција предузећа од 70%, путем *аукције* или *тендера*. Очекивани ефекти и користи од концентрације власништва, углавном су се показали краткотрајним, (инвестирање и социјални програм) у односу на проблеме везане за коришћење приватних *бенефиција* већинских акционара, на рачун мањинских и *кочења* развоја, затварања и могућег колапса финансијског тржишта.

Ови феномени, различитог интензитета, забележени су у свим транзиционим земљама.

Појавне облике и широки дијапазон *приватних бенефиција* већинског власника и експропријације мањинских акционара навели смо у претходним деловима овог текста. Додајмо још неке:

а) *Негативне импликације* овог модела приватизације на развој финансијског тржишта су у томе што се тржиште акција своди на тржиште компанија. Већински власници са апсолутном контролом над компанијом, губе интерес за даљим учешћем на финансијском тржишту – то доводи до делистинга односно „*затварања*“ компанија, чиме се ствара проблем *неликвидности тржишног капитала*, који води његовом постепеном одумирању. Пошто постоји чврста веза приватизације и финансијског тржишта, *неликвидност* тржишта смањује могућност прикупљања капитала приватизованим компанијама. Са друге стране, треба имати у виду да су многе јавне компаније постале јавне по сили закона, а не из унутрашњих потреба и да по својим перформансама не могу да испуне стандарде берзанског листинга, та-

ко да их убудуће неће бити на берзи. На официјелном листингу берзе, попут светских берзи, биће само најјаче и најквалитетније компаније, уз присуство институционалних инвеститора, који ће одржавати ликвидност тржишта.

б) Већински акционари, као монополисти, се „затварају“ често из разлога експропријације мањинских акционара - јер немају мотива да откупе преостале акције од радника - кроз докапитализацију и откуп нове емисије, уз ниске цене на плитком тржишту акција. Због тога је од посебног значаја законски увести (као у САД) *институи* права прече куповине, обавезу објављивања понуде за *преузимање уз строге стандарде*, као и законско ограничење да не може куповати акције постојећих акционара и истовремено трговати допунским емисијама, као и обавезу да већински акционар *гарантије ојкуи* свих акција мањинских акционара по цени по којој је стекао контролни пакет. Ове процесе због потенцијалног „непријатељског преузимања“ регулише Комисија за хартије од вредности.

Како се још борити са разводњавањем акционарског капитала приликом докапитализације? Умањење вредности акција у односу на њихову тржишну цену може бити ограничено емисијом хибридних финансијских инструмената-*конвертибилних обвезница* уместо акција. Конвертибилне обвезнице су збир простих обвезница и опција на куповину акција. Њихов власник је истовремено и кредитор и акционар компаније. Реч је, у ствари, о скривеној емисији акција кроз конверзију обвезница у акције.

в) Концентрација *власништва* и „затварање“ компанија собом носи негативне импликације како за компанију (лишавање јефтинијег извора финансирања инвестиција са финансијског тржишта у односу на банкарске кредите), тако и за финансијско тржиште (*неликвидност води суштензији његових основних функција*).

г) Неликвидност тржишта *слаби* и његову другу *функцију-откривање цене* и дисциплиновање менаџмента компаније - пад цене акција води смени директора. Због снажне *информационе асиметрије* на финансијском тржишту подцењеност цена је готово правило након формирања контролног пакета акција, јер инсајдери имају интерес да искористе своје информационо примућство у односу на аутсајдере.

д) Следећа карактеристика овог процеса је пораст *волатилности* финансијског тржишта- због повлачења са тржишта, пада тражње и цена акција. Типичан пример је излазак Акциског фонда са великим пакетом акција на берзу чијом куповином се омогућава преузимање власничке контроле, уместо да се тај пакет уситни како би се подигла тражња за сваку акцију, а тиме и цене акција.

ђ) Супериорност модела продаје је у привлачењу *страјешких парћнера*, јер сада у нашим условима недовољне тражње, егзистира *монопол кућца*, уз остваривање *високих капиталних добитака*.

е) Овај метод одликује и *брзина* приватизације, уз транспарентност поступка, али *знајно ниже цене*. Како је рекао један велики математичар, математика је „паметнија од нас“: код аукција продајна цена је нижа за 10%, а код тендера за 2%

од књиговодствене вредности, док су цене акција на тржишту капитала биле за 73% више од књиговодствене вредности.

ж) Коначно, показује се да постоји реална могућност *симулираног* функционисања оба примењивана модела приватизације, како у нашој земљи, тако и у другим земљама транзиције (Мађарска, Пољска, Словачка, Румунија).⁴⁾

2. Развој и регулација финансијског тржишта

1. Функције и развој

Значај и улога финансијског тржишта може се сагледати кроз његове *основне функције*, и то: (1) функција *повезивања* купаца и продаваца хартија од вредности, (2) *смањење трансакционих трошкова*, (3) *алокативна* улога, (4) *ликвидносна* функција - продаја активе пре рока доспећа, (5) функција *ошкривања* - одређивања *реалне цене*, (6) *смањење* и елиминисање *ризика*, (7) функција *ефикасности*, (8) транспарентност-јавност, услед информационе асиметрије, (9) *развојна* функција и др.

Већ смо, у претходном делу рада, истакли основне карактеристике *развоја* нашег тржишта акција из приватизације. Овде, у најкраћем, дајемо оцену достигнутог развоја, односно реалности овог тржишта, посебно у односу на развијена-зрела тржишта.

а) Наше тржиште има све особине младог, динамичног тржишта капитала које *није конкурентно* (нема много инвеститора који су уверени да могу купити и продати много акција, како и када они то хоће, по тржишној цени). Дакле, ради се о *тржишту купаца*, са њиховим *моноолом*.

б) Надаље, то је тржиште са великим „трењем“, трансакционим трошковима и порезима, које не функционише као континуелно тржиште - не ради непрекидно. Према томе, тржиште *није савршено*.

в) Акције из приватизације представљају тзв. *просте хартије од вредности*, на основу којих још нема емисије нових хартија од вредности, које би чиниле комбинацију већ постојећих *простих хартија од вредности* и имале нова употребна својства. У том смислу, ово тржиште још *није попуно*.

г) На овом тржишту цене акција не одражавају све информације о тим активима, тако да оно у основи *није ефективно* тржиште. Слаба ефективност произилази из чињенице да промене цене акција не зависе од прошлих кретања, већ од свих јавно доступних информација (годишњи извештаји о пословању, завршни рачун и др.), али и од апсолутно свих других информација о предузећу, како ни један инвеститор или група не би имали монополски положај.

4. Опширније о циљевима и принципима регулације у Милош Јанковић, „Слобода воље и регулација тржишта хартија од вредности“, *Право и привреда*, Београд, 5-8/2003, као и у књизи истог аутора „Хипотекарно тржиште“, Београд: Чигоје штампа, 1999.

д) Коначно, за ово тржиште се *не* може рећи да је *рационално* тржиште, пошто га не карактеришу рационални интереси учесника у максимизацији профита (на рационалном тржишту цена финансијских инструмената у сваком моменту је једнака величини дисконтованог очекиваног приноса од тог инструмента).

Широкообухватни процеси приватизације и „акционирање“ друштвене, односно државне својине су тржишту капитала у Србији дали *нови масован финансијски инструмент* - акције, номинално спреман за промет на тржишту, као и велики број -око *милион акционара* (у САД има 50 милиона акционара, у Русији 41 милион, а у Чешкој 8,5 милиона).

Ипак, само акције *ипридесећак емисијена* су се реално обртале на нашем организованом тржишту, јер су имале релативно задовољавајућу ликвидност. Акције већине других емисената су биле слабо ликвидне и нису представљале нарочит интерес за домаће и стране инвеститоре.

2. Регулација

Услед информационе асиметричности (продавац увек зна више од купца), тржиште хартија од вредности је регулисано најстрожије од свих других тржишта. Регулација овог тржишта остварује се на *државном* нивоу, али и на нивоу *саме* индустрије тржишта хартија од вредности.

а) *Држава* се појављује као учесник финансијског тржишта, остварујући истовремено његову регулацију и контролу, преко Комисије за хартије од вредности.

На основу *реформе* тржишта хартија од вредности (Закон из 2002.), Комисија за хартије од вредности је коначно, после деценију и по од свог оснивања, што је био „историјски сан свих њених људи“ и достигнути међународни стандард, постала регулаторни орган *комитлементаран са Централном банком*, који за свој рад одговара Скупштини. Овим законом дефинисане су *функције* Комисије (кроз 17 надлежности) и дата „*правомоћ*“ доношења подзаконских аката (12 правилника и 6 упутстава), са обавезујућом применом, уз остављени период „*аклиматизације*“ тржишних учесника.

Основни циљеви Комисије су: заштита инвеститора, провера инвестиционих информација и спречавање ризика, као и обезбеђење функционисања поштеног, ефикасног и транспарентног тржишта.

Ради заштите инвеститора, Комисија може, по новом Закону, водити поступке пред судом. У том смислу, посебне комплименте заслужује напор Комисије да формира оделење за заштиту права малих акционара, обзиром на системски пропуст законодавца, који је у постприватизационом процесу дао надлежност Министарству за привреду и приватизацију (у чијем саставу су Агенција за приватизацију и Акцијски фонд), а не Комисији за хартије од вредности. Тај парадокс је очигледан: Министарство по својој природи, акценат ставља на промену облика својине, односно емисију акција из приватизације, док је Комисија формирана као специјализовано регулаторно тело за промет тих хартија од вредности на берзи, као организованом тржишту, а све у циљу развоја и стабилности тржишта капитала.

ла. Учињен је још један велики пропуст који у пракси рађа *конфликт интереса акционара и менаџера* везан за покретање трговине акцијама предузећа на берзи: уколико директор не жели да потпише *Проспект* –нема трговине акцијама на берзи!

Комисија за хартије од вредности је данас, после својих пет сазива и седам председника, са својом високо специјализованом стручном службом, незаобилазни врховни регулатор функционисања и даљег развоја нашег тржишта хартија од вредности.⁵⁾

б) На нивоу *саморегулације* контрола се остварује од стране Берзе и Удружења берзи и берзанских посредника. У свету је ова контрола у многим случајевима јача и ефективнија од саме државне контроле и може довести до искључења из чланства ових саморегулаторних организација што је равно забрани обављања послова са хартијама од вредности. Очекује се да Удружење добије на значају у мери спровођење провере својих чланова, разматрања жалби инвеститора и предузимањем дисциплинских мера, као и уз активну сарадњу са Комисијом.

ц) За *комплеширање законске регулативе*, као правне основе финансијског тржишта, биће потребна измена постојећег Закона о тржишту хартија од вредности, као и Закона о приватизацији, доношење посебног Закона о преузимању акционарских друштва, Закона о привредним друштвима, Закона о стечају, Закона о инвестиционим фондовима. При томе је од пресудне важности преиспитивање међусобне усклађености релевантних закона.

3. Професионални учесници

Функционисање тржишта хартија од вредности не би било могуће без професионалних учесника, чије је настајање код нас почело пре деценију и по. Данас, у смислу Закона, учесници на организованом тржишту су брокерско-дилерска друштва, овлашћене банке, берзе и централни регистар хартија од вредности.

а) *Брокерско-дилерска друштва и овлашћене банке* имају кључну улогу на тржишту, јер на бази свога положаја, квалификација, приступа информацијама, познавању клијената, ризика и профитабилности, кретањима и прогнозама могу да помогну инвеститорима у избору стратегије улагања. Поред, досадашњих послова (брокерски, дилерски, послови агента или покровитеља емисије и сл.) нови Закон дефинише послове *маркет-мејкера, њорифолио менаџера и инвестиционог саветника*, које брокерско-дилерска друштва могу да обављају у зависности од капиталног цензуса и квалификационе оспособљености. Данас су брокерске и дилерске куће - њих око сто - у процесу усаглашавања аката и пословања са новим прописима.

5. Честе промене председника и чланова Комисије за хартије од вредности израз су транзиционе и политичке турбуленције, што је био случај и у САД у годинама након Велике економске кризе (за седам година 13 чланова комисије, док се данас чланство продужава на два мандата).

Посебно се очекује да наше банке већу пажњу поклоне развоју сегмента инвестиционог банкарства, преко својих посебних организационих делова, укључујући и функцију кастоди банке.

б) *Берзе катишала* су барометар економске развијености и политичког живота сваке земље. У свету данас функционише око 200 берзи (највише их је у Индији-19, док у САД функционишу 2 берзе, као и у СЦГ-Београдска берза и Монтенегро берза). Процес оснивања и реснивања *Београдске берзе* означавао је прелаз економије из неразвијеног (1895.) или нетржишног стања ка тржишном (1989). Своју улогу Београдска берза остварује у континуитету захваљујући савременој технологији, механизмима и стандардима трговине, као и захтевима према члановима и персоналу. Утолико је неопхода државна подршка преко усмеравања промета акција из приватизације на ово, а не на неорганизовано „сиво“ тржиште, где разна повезана лица купују предузећа по нетранспарентним условима.

в) *Централни регистар хартија од вредности*, иако најмлађи (2003), је изузетно значајан учесник у инфраструктури тржишта хартија од вредности. Он је већ „преболео порођајне муке“, остваривши почетне резултате у „прекњижавању“ и преносу података о акцијама и акционарима 110 предузећа из Привременог регистра (у припреми још 400 компанија, колико је прошле године било на Београдској берзи). Због тога је била обустављена трговина акцијама из приватизације прва 42 дана ове године на Београдској берзи. У складу са Законом, Централни регистар са функцијама *дејоа*, *клиринга* и *салдирања* обавља око десет врста послова.

г) За *заокруживање инфраструктуре* финансијског тржишта у нашој земљи, поред постојећих институција, потребно је *формирање инвестиционих фондова* (на основу посебног закона, који је у припреми), као и других *институционалних инвестициоора* (приватни пензиони фондови, осигуравајуће компаније, инвестиционе компаније и др.). Неопходно ће бити и коришћење *рејтинг агенција* - домаћих и страних - за оцену акција, јер оне немају гарантовани доходак.

Уместо закључка

Разматрање приватизације, као *иницијалне катисле* развоја финансијских тржишта у транзиционим земљама, показало је да ова два процеса иду заједно „*руку под руку*“. При томе је приватизација релативно *крајкорочан*, док је развој финансијског тржишта *дуготрајан* процес (наставља се и у постприватизационом периоду).

Не треба заборавити, међутим, да се тржиште акција *развија и без* приватизације (и то у свим земљама, посебно у САД, где се из године у годину повећава обим промета акција). Са друге стране приватни сектор се може развијати и подстицати *формирањем нових* (малих и средњих) *предузећа*, а не само приватизацијом друштвеног, односно државног сектора. Такође, постоје бројни докази о *супериорности државне* својине у многим земљама и гранама привреде.

Ефективна приватизације на развој финансијског тржишта зависе од постављених циљева и регулације ових процеса. При томе су од посебног значаја *правне реформе*, у смислу нових закона, нова *институционална* инфраструктура тржишта и улога Комисије за хартије од вредности, као *врховног регулатора* функционисања и развоја финансијског тржишта.

Укупна *нормативно правна* архитектура мора бити *фино* подешавана *према* економском развоју финансијског тржишта, а на основу међународних *циљева, принципа и стандарда*, директива ЕУ, искустава земаља у транзицији и лекција наше прошлости.

У епицентру укупне регулације налази се *поверење*, односно *заштита* инвеститора, како се они не би осећали *беспомоћним*, а тиме и *економија* и *друштво* у целини.

M.J.S. Miloš Janković,
General Secretariat of the Council of Ministers
of Serbia and Montenegro, Belgrade

Privatization and Financial Market Development

Summary

In this paper there is the analysis of privatization processes and of financial market development, pointing to their strong mutual influence. The analysis is divided to two parts. The first one analyses the specificities of the applied models of privatization and their influence to capital market, while the second one considers the questions of development and regulation of the financial market. The author concludes that there is no successful privatization without the strong institutions and solid regulation.

Key words: *privatization, financial market, development, regulation.*